

UBS Investment Research

中国太保

2013年继续大力推行改革

■ 充分资本化以应对市场波动

中国太保仍是国内资本化程度最高的保险集团。我们预计，公司2013年偿付能力充足率将达到286%。资金状况良好使得公司的运营更为灵活，并为加快业务改革提供了支持。我们认为2013年公司的寿险和非寿险业务都将实现强劲增长。

■ 竞争激烈，扩大市场份额有代价

今年前5个月，太平洋产险的财险保费增长了22%，增速高于主要竞争对手。我们的渠道调查显示，太平洋产险在开展直销车险及其他非汽车保险业务方面较为积极。虽然整体承保盈利水平仍有吸引力，但2013年上半年太平洋产险积极扩张的策略可能使其综合赔付率稍高于同类企业。

■ 23.68元的新目标价体现了监管不确定性

除了按市价调整当前资产价值，我们还下调了公司目标价，原因是调整了整个行业的风险贴现率，以体现越发不确定的监管环境。我们认为，和其他大多数寿险公司相比，中国太保所处的位置很有利于它提高新业务价值增速。

■ 估值：目前现值对应2013年隐含内含价值倍数为 0.96倍

我们根据DCF模型得出公司每股评估价值为26.29元人民币，并估算公司每股评估价值相对于A股目标价有11.0%的溢价率，从而得到新目标价为23.68元人民币。该目标价对应2013E内含价值倍数和新业务价值倍数分别为1.36倍和10.55倍。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
除息前税前利润	10,399	6,113	11,396	13,759	14,546
净利润 (UBS)	8,313	5,077	9,023	10,893	11,516
除息前每股收益	0.97	0.57	1.00	1.20	1.27
列报每股收益	0.97	0.57	1.00	1.20	1.27
调整后的每股资产净值 (UBS, Rmb)	8.93	10.61	11.29	12.15	13.02
盈利能力和估值	五年历史平均	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
调整后的净资产收益率	8.7	5.9	9.1	10.3	10.1
股东权益回报率	8.7	5.9	9.1	10.3	10.1
除息前市盈率	34.7	35.4	16.7	13.8	13.1
市盈率 (x)	34.7	35.4	16.7	13.8	13.1
股价/调整后资产净值 (x)	2.6	1.9	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。

估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年07月16日 16时05分的股价 (Rmb16.64) 得出；

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

全球证券研究报告

中国

保险 (全牌照)

12个月评级

买入

保持不变

12个月目标价

Rmb23.68/US\$3.86

之前: Rmb31.74/US\$5.17

股价

Rmb16.64/US\$2.71

路透代码: 601601.SS 彭博代码601601 CH

2013年7月17日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb23.64-15.40/US\$3.71-2.51

市值 Rmb151十亿/US\$24.6十亿

已发行股本 9,062百万 (ORDA)

流通股比例 45%

日均成交量 (千股) 20,543

日均成交额(Rmb 百万) Rmb365.2

资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb102十亿

金融债务 -

投资资产总计 Rmb700十亿

预测回报率

预测股价涨幅 +42.3%

预测股息收益率 2.1%

预测股票回报率 +44.4%

市场回报率假设 8.5%

预测超额回报率 +35.9%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E	12/12	
从	到市场预测	实际	
H1E	-	0.48	-
H2E	-	0.52	-
12/13E	1.19	1.00	1.19
12/14E	1.41	1.20	1.41

股价表现 (Rmb)



资料来源: UBS

www.ubssecurities.com

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第 8 页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

特此鸣谢梁智勤 (bob.leung@ubs.com)

对本报告的编制提供信息

2013 - 中国太保的重要改革年

中国太保仍是国内资本化程度最高的保险集团。我们预计，公司2013年偿付能力充足率将达到286%。资金状况良好使得公司的运营更为灵活，并为加快业务改革提供了支持。我们认为2013年公司的寿险和非寿险业务都将实现强劲增长。

从可供出售资产带来的重大亏损中恢复过来之后，公司2013年1季度税后净利润同比增幅超过241%。在我们看来，过去几年太保下大力气重振代理人团队并在银保渠道实施产品重定位策略，这将使2013年业绩保持良好表现。

银保渠道首年保费约占2012年首年保费总额的48.9%，低于2011年的65.0%和2010年75.8%。我们认为，渠道改革是一项艰巨任务，而太保在这方面一直做的相当好。我们估算，2013年公司的代理人生产率将再提高10%左右。

寿险业务在提供产品方面仍较保守

与小型寿险公司和银行寿险合资公司不同，我们认为太保在通过银保渠道提供保险产品方面较为保守。在大规模推出收益率较高的直接投资型产品方面，公司似乎并不积极。太保仍在设法改善产品结构，提供更好的保障以及利润率更高的产品。

财险：竞争激烈，综合赔付率将上升

我们认为，长期来看，太平洋产险在整体承保以及赔付管理方面仍有改善空间。不过，由于2013年上半年太保更为积极地开拓市场，太平洋产险前5个月的增长率达到22%。直销车险市场的竞争越发激烈，再加上赔付成本提高（劳动力和零部件成本），这可能使太保的2013年综合赔付率出现小幅上升。

表1：中国太保综合赔付率

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
损失率	58.6%	61.2%	61.3%	61.4%	61.6%
费用率	34.5%	34.6%	35.6%	36.0%	36.0%
综合赔付率	93.1%	95.8%	96.8%	97.3%	97.7%

资料来源：公司数据、瑞银证券估算

更多地用回购协议来管理现金流和投资

我们注意到，在银行间市场，整个寿险行业正越来越多地将回购协议作为常规运营的一部分。太保资金实力强，续保保费多，而且拥有大量流动性资产（政府债券、票据、股票），虽然2010年一直呈上升态势，但我们不太担心公司的现金/流动性管理情况。就我们了解到的情况而言，大多数正在交易的证券都是政府证券（短期票据和债券），但保险公司均未详细说明相关对手方的情况。随着保险公司越来越多地使用回购市场，对手方风险的不确定性可能会带来问题。

表 2：中国太保的回购业务

百万元	10年上半年	2010	11年上半年	2011	12年上半年	2012
总资产	830,917	475,711	537,223	570,612	640,517	681,502
基于转售协议所购买的证券	67	2,600	880	43	6,901	1,115
所购证券占总资产的百分比	0.0%	0.5%	0.2%	0.0%	1.1%	0.2%
基于回购协议所出售的证券	4,410	8,150	24,805	32,105	52,010	50,143
所售证券占总资产的百分比	0.5%	1.7%	4.6%	5.6%	8.1%	7.4%
投资资产	395,447	432,945	483,847	515,957	580,156	620,979
回购总额占投资资产的百分比	1.1%	2.5%	5.3%	6.2%	10.2%	8.3%

资料来源：公司数据、瑞银证券估算

估值

根据DCF模型得出的公司每股评估价值为26.29元人民币。我们估算每股评估价值相对于A股目标价有11.0%的溢价，因此我们新的目标价为23.68元人民币。对应2013年隐含内含价值倍数为1.36倍，对应2013年隐含新业务价值倍数为10.55倍。我们维持中国太保的“买入”评级。

我们调整目标价的基础是：

- 风险贴现率从13.5%升至14.5%
- 将2013/14/15年预测综合赔付率从96.1%/96.6%/96.8%小幅上调至96.8%/97.3%/97.7%
- 由于提高了综合赔付率，我们将2013/14/15年预测税后净利润下调了6%/6%/7%。

表 3：内含价值变动分析

百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
调整后净资产值（寿险业务）	35,836	31,381	35,371	41,361	48,011
有效业务价值	34,778	40,900	49,043	56,562	64,570
期初内含价值	70,613	72,992	85,268	99,709	115,739
新业务价值	6,714	7,060	7,519	8,008	8,408
预期内含价值回报	7,254	7,717	7,847	9,050	10,331
经营经验差异	-190	-244			
运营假设变动	-1,018	-649			
内含价值营业利润	12,760	13,884	15,366	17,058	18,739
投资回报差异	-10,556	437			
其他非经营差异	1,333	-1,295			
内含价值利润总额	3,537	13,026	15,366	17,058	18,739
资本/股息变化	-1,140	-836	-925	-1,027	-1,128
汇率变动及其他因素的影响	-18	86			
期末内含价值（寿险业务）	72,992	85,268	99,709	115,739	133,350
非寿险内含价值	40,572	50,012	57,513	66,140	76,061
集团内含价值	113,564	135,280	157,222	181,880	209,412

资料来源：公司数据、瑞银证券估算

表 4：中国太保目标价推导

(单位：百万元人民币)	2013E	2014E	2015E
调整后的内含价值利润	15,366	17,058	18,739
风险贴现率	14.50%		
终值增长率	4.00%		
内含价值运营利润未来3年现值	15,366	14,897	14,293
终值现值@14.5%			136,129
寿险业务估值@14.5%			180,685
非寿险业务估值			57,513
集团估值			238,199
加权股本数			9,062
每股评估估值（人民币元）			26.29
每股评估价值相对A股目标价的预期溢价率（%）			11.00%
A股目标价（人民币元）			23.68

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

表 5：中国太保内含价值回报率

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
报告期内核心内含价值回报率	19.8%	20.2%	18.0%	17.1%	16.2%
内含价值利润相对于内含价值回报率	4.8%	20.8%	18.0%	17.1%	16.2%

资料来源：公司数据、瑞银证券估算

表 6：预测调整概要

净利润 (百万元)	2013E	2014E	2015E
调整后	9,023	10,893	11,516
调整前	9,643	11,596	12,398
变幅%	-6%	-6%	-7%
内含价值 - 集团 (百万元)	2013E	2014E	2015E
调整后	157,222	181,880	209,412
调整前	157,222	181,880	209,412
变幅%	0%	0%	0%
新业务价值 - 寿险业务 (百万元)	2013E	2014E	2015E
调整后	7,519	8,008	8,408
调整前	7,519	8,008	8,408
变幅%	0%	0%	0%
毛保费 - 寿险业务 (百万元)	2013E	2014E	2015E
调整后	94,775	106,021	118,456
调整前	94,775	106,021	118,456
变幅%	0%	0%	0%
毛保费 - 非寿险业务 (百万元)	2013E	2014E	2015E
调整后	83,422	96,057	109,925
调整前	83,422	96,057	109,925
变幅%	0%	0%	0%

资料来源：瑞银证券估算

表 7：瑞银预测和市场预期

净利润 (百万元)	2013E	2014E	2015E
瑞银预测	9,023	10,893	11,516
市场预期	9,509	11,219	13,469
瑞银预测对比市场预期	-5%	-3%	-14%
每股收益 (元/股)	2013E	2014E	2015E
瑞银预测	1.00	1.20	1.27
市场预期	1.08	1.26	1.53
瑞银预测对比市场预期	-8%	-5%	-17%
每股派息 (元/股)	2013E	2014E	2015E
瑞银预测	0.35	0.42	0.44
市场预期	0.36	0.41	0.49
瑞银预测对比市场预期	-3%	3%	-10%

资料来源：彭博、瑞银证券估算

悲观/乐观情景分析

- **乐观情况——估值25.41元：**在乐观情况中，我们假设风险贴现率下降1个百分点至13.5%，同时假设时间点和监管环境都更为确定。
- **悲观情况——估值22.25元：**在悲观情况中，我们假设风险贴现率上升1个百分点至15.5%，同时假设监管实施方式和时间方面的不确定性将对寿险行业产生更大的影响。因此，寿险行业将面临更多风险。

■ 中国太保

中国太平洋保险（集团）股份有限公司是在1991年5月13日成立的中国太平洋保险公司的基础上组建而成的保险集团公司。它是中国第一家全国性股份制综合商业保险公司。作为一家国内领先的综合保险公司，太平洋保险旗下拥有寿险、财险及资产管理业务。以签单保费总额计，太平洋保险的寿险和财险业务2004年以来一直位居行业前三名。

■ 风险声明

投资中国保险公司（中国太保）可能面临着以下风险：（1）经济与政策风险，监管当局改变对资本金或者偿付能力额度的要求；（2）长时间的经济增长放缓，可能减少对保险的需求；（3）巨灾风险；（4）偿付能力不足的风险；（5）投资风险和资产负债匹配错配的风险；（6）渠道及产品风险；（7）保险准备金提取不足的风险等。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。 瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	46%	35%
中性	持有/中性	44%	37%
卖出	卖出	10%	21%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	33%
卖出	卖出	低于1%	20%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。 上述评级分布为截止至2013年06月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR)：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入：结构、管理、业绩、折扣等因素积极；中性：结构、管理、业绩、折扣等因素中性；减持：结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE)： 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 孙旭.

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中国太保 ^{2, 4, 16}	601601.SS	买入	不适用	Rmb16.42	2013年07月15日

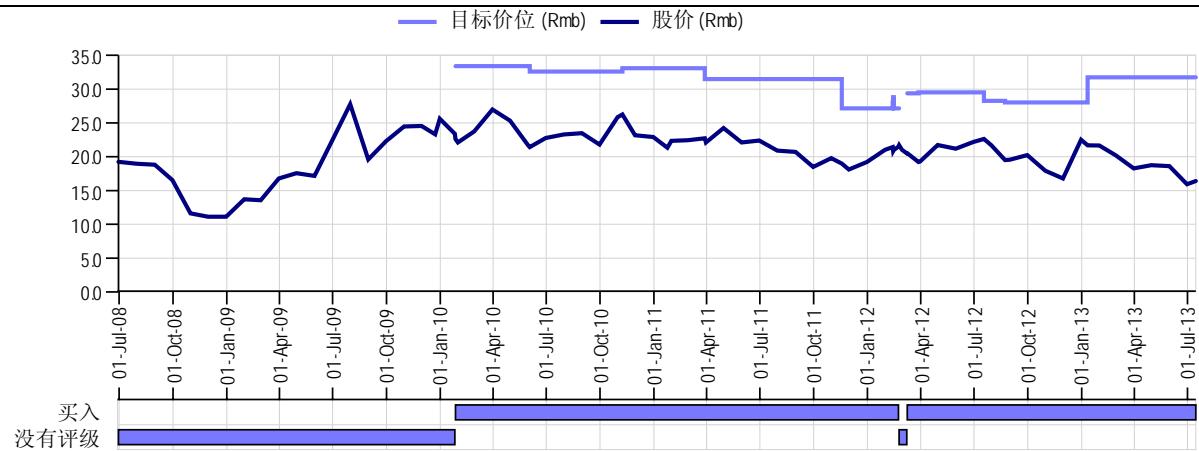
资料来源：UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

2. 在过去的12个月里，UBS AG, 其关联单位或子公司曾担任该公司/实体或其关联单位证券发行或配售的经办人/联席经办人、承销商或证券配售代理。
4. 在过去的12个月里，UBS AG, 其关联单位或子公司在对该公司/实体的投资银行业务中取得过报酬。
16. UBS Securities (Hong Kong) Limited 是这家公司在香港上市股票的做市商。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

中国太保 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年7月15日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额收回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局(ACP)和金融市场管理局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国:** 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号: 6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何提供任何资本市场服务。但是,根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由 UBS Limited (spolka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。**俄罗斯:** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。意大利: 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列:** UBS Securities Ltd 是以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号 1010257812,注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号 08113-37。**美国:** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者;或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 033/11/2012 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问;或向 UBS AG 新加坡分行, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联繫。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制,则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发布人。**澳大利亚:** 由 UBS AG(澳大利亚金融服务执照号: 231087)和/或 UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号: 231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:** 由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2013 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

